

Marek Szturo^{*}
Konrad Szydłowski^{**}

RYNEK KAPITAŁU WYSOKIEGO RYZYKA JAKO MIEJSCE ZASPOKOJENIA POTRZEB FINANSOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW Z SEKTORA BIOGOSPODARKI

1. WSTĘP

Pozyskiwanie środków finansowych stanowi jedną z głównych funkcji zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Dostępność zewnętrznych źródeł kapitałowych uznaje się za podstawowy warunek prawidłowego funkcjonowania i rozwoju każdej firmy.

Problematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w kontekście rozwoju firm z sektora biogospodarki. Jest to sektor stosunkowo nowy w realiach polskich, charakteryzujący się jednak znaczącym potencjałem rozwojowym. Jedną z głównych cech charakteryzujących bioprzedsiębiorstwa jest wysoki poziom innowacyjności. Związane z tym wyższe ryzyko inwestycyjne w połączeniu z często spotykanym społecznym lub ekologicznym charakterem realizowanych przedsięwzięć, znajduje wyraz w trudnościach w pozyskaniu zewnętrznych źródeł kapitałowych.

Celem artykułu jest charakterystyka oraz diagnoza rynku kapitału wysokiego ryzyka i jego znaczenia w kontekście finansowania rozwoju przedsiębiorstw z sektora biogospodarki. Przedmiotem badań była działalność funduszy typu *private equity/venture capital* funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym. Zakresem czasowym badań objęto lata 2009–2012. W procesie analitycznym wykorzystano dane Europejskiego Stowarzyszenia Funduszy Wysokiego Ryzyka (European Venture Capital Assotiation).

^{*} Dr, Katedra Finansów i Bankowości, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie.

^{**} Dr, Katedra Finansów i Bankowości, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie.

2. ISTOTA BIOGOSPODARKI ORAZ UWARUNKOWANIA JEJ ROZWOJU

W literaturze przedmiotu brak jest jednoznacznej ogólnie obowiązującej definicji, która w pełni oddawałaby istotę biogospodarki. Wynika to z faktu, iż jest to jeszcze stosunkowo nowy nurt badawczy w obszarze nauk społecznych. W opinii O. Lehtonen i L. Okkonen biogospodarka przejawia się w zrównoważonej produkcji i przetwarzaniu szeroko rozumianej biomasy w produkty żywnościowe, lecznicze, odzieżowe, energię, a także produkty przemysłowe [Lehtonen i Okkonen 2013: 1]. Z kolei organizacja OECD biogospodarkę definiuje jako działalność polegającą na wykorzystaniu biotechnologii, bioprocessów oraz bioproduktów w celu wytwarzania dóbr i usług [*Bioeconomy to 2030...*, 2009: 4]. Z kolei E. K. Chyłek i M. Rzepecka postrzegają biogospodarkę jako formę działań obejmującą wszystkie sektory gospodarcze produkujące, przetwarzające, a także wykorzystujące wszelkie formy zasobów biologicznych [Chyłek i Rzepecka 2011: 3].

Z przedstawionych definicji wynikają zasadnicze cechy charakteryzujące sektor biogospodarki. Chodzi tu przede wszystkim o gospodarcze wykorzystanie zasobów świata roślinnego, zwierzęcego, a także mikroorganizmów. W tym kontekście biogospodarka jawi się jako sektor integrujący często odległe od siebie dziedziny nauki, jak: biotechnologia, genetyka, chemia, ekologia, ekonomia, czy nauki o żywieniu. Biogospodarka bez wątplenia wpisuje się w koncepcję rozwoju zrównoważonego, łącząc rozwój gospodarczy oraz społeczny z dbałością o ochronę środowiska naturalnego i klimatu.

Za kluczowe dla rozwoju biogospodarki uznaje się następujące sektory: rolny, leśny, rybołówstwo, produkcję żywności, celulozy i papieru, a także elementy sektora chemicznego oraz biotechnologicznego [*Innowacje na rzecz...*, 2012: 1]. Ponadto są to sektory: włókienniczy, kosmetyczny, jak również pozyskiwanie energii ze źródeł odnawialnych. Wskazuje to na bardzo szeroki katalog form aktywności gospodarczej mieszczących się w obszarze biogospodarki.

Podstawowym aspektem rozwoju biogospodarki jest zastosowanie podejścia innowacyjnego. Chodzi tu zarówno o innowacje produktowe, procesowe, jak też organizacyjne i marketingowe. Istotny jest więc odpowiedni system wspierający firmy z tego sektora w dostępie do rozwiązań innowacyjnych.

Poza dostępnością rozwiązań innowacyjnych na rozwój przedsiębiorstw biogospodarki wpływa wiele innych czynników. Należą do nich zrównoważone zasoby biologiczne, dostępność kapitału ludzkiego o odpowiednich kwalifikacjach, rozwinięty sektor naukowo-badawczy, a także spójność polityki naukowej z politykami gospodarczymi. Za kluczowe uznaje się również: przyjazny system regulacji gospodarczych, dostępność infrastruktury technicznej, czy rozwinięty rynek usług informacji i doradztwa [Chyłek i Rzepecka 2011: 6–7]. Jedną z podstawowych determinant jest także dostępność zewnętrznych źródeł kapitałowych.

3. FINANSOWANIE DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW Z SEKTORA BIOGOSPODARKI

Dostępność kapitału stanowi jeden z podstawowych czynników warunkujących prawidłowe funkcjonowanie i rozwój każdego przedsiębiorstwa, bez względu na jego wielkość, etap rozwoju czy przynależność branżową. Rynek finansowy stwarza przedsiębiorstwom szerokie spektrum możliwości w tym zakresie. Są to źródła kapitału własnego, kapitału obcego, jak też instrumenty hybrydowe.

Zasadniczą kwestią warunkującą dostępność poszczególnych źródeł finansowania jest efektywność podejmowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. Pojęcie to należy rozumieć jako relację pomiędzy poniesionymi nakładami a osiągniętymi efektami. Wielu autorów postrzega efektywność jako relację pomiędzy celem działania a uwarunkowaniami niezbędnymi do jego osiągnięcia. W przypadku inwestycji z sektora biogospodarki, oprócz efektywności ekonomicznej, należy również brać pod uwagę efektywność społeczną i ekologiczną. W tym kontekście pojawić się może problem rozbieżności pomiędzy celami i efektami realizacji przedsięwzięcia biogospodarczego, a oczekiwaniami instytucji finansowych, określonymi w kryteriach oceny projektu. Proekologiczny oraz prospołeczny charakter przedsięwzięcia może negatywnie wpłynąć na jego rentowność. Powoduje to obniżenie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, a w konsekwencji spadek skłonności inwestorów do ulokowania środków finansowych w tego rodzaju przedsięwzięcia gospodarcze.

Należy jednak podkreślić, iż w ostatnim okresie obserwuje się zmianę nastawienia instytucji finansowych do przedsięwzięć o charakterze biogospodarczym. Najlepszym przykładem jest tu rozwój bankowości ekologicznej (ekobankowości), która stanowi połączenie bankowości komercyjnej z finansowaniem ochrony środowiska. Banki ekologiczne prowadząc typową działalność komercyjną specjalizują się w finansowaniu ochrony środowiska oraz proekologicznych przedsięwzięć gospodarczych [Dziawgo 2010: 120]. Przykładem banku ekologicznego jest Bank Ochrony Środowiska SA.

Odrębnym czynnikiem ograniczającym dostępność źródeł kapitałowych jest wysoki poziom innowacyjności przedsięwzięć z obszaru biogospodarki. Efektem tego rodzaju działalności może być odmienna technologia wytwarzania bądź wprowadzenie na rynek wyrobu o unikalnych niespotykanych dotąd właściwościach. Niewątpliwie zwiększa to poziom ryzyka inwestycyjnego ograniczając tym samym grono potencjalnych kapitałodawców. W takiej sytuacji inwestorzy oczekują również wyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, przez co niżej wyceniają udziały danego przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę fakt, iż biogospodarka jest w Polsce zjawiskiem stosunkowo nowym, wiele firm z tego sektora znajduje się jeszcze w początkowych etapach rozwoju. Napotykać one na problem tzw. luki kapitałowej zwanej rów-

niez luką Macmillana. Pojęcie to należy rozumieć jako różnicę pomiędzy wielkością środków finansowych będących w dyspozycji przedsiębiorstwa, a kwotą niezbędnych nakładów inwestycyjnych [Brzozowska 2009]. Luka finansowa powstaje w efekcie zróżnicowanych oczekiwań inwestorów w zakresie równowagi między ryzykiem inwestycyjnym a potencjalną stopą zwrotu. Chodzi tu przede wszystkim o sytuację, w której ryzyko przewyższa oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji (luka finansowa), jak również brak możliwości oceny ryzyka i korzyści (luka kompetencji) [Paciorkiewicz i Laszuk 2011: 381–383]. Zjawisko luki kapitałowej dotyczy przedsięwzięć o stosunkowo niskich nakładach wynoszących od 0,5 do 10 mln zł [*Mechanizmy...*, 2010: 38], niskiej płynności oraz obarczonych wysokim ryzykiem niepowodzenia.

Powyższe rozważania skłaniają do konkluzji, iż dostępność przedsiębiorstw biogospodarki do źródeł finansowania jest znacznie ograniczona. Istnieje więc głęboka potrzeba tworzenia instrumentów i źródeł finansowania dostosowanych do specyfiki tego rodzaju przedsięwzięć, a w szczególności wysokiego poziomu ryzyka. W dokumencie pt. *Stan i kierunki rozwoju biogospodarki*, przygotowanym na zlecenie Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego, za kluczowe dla rozwoju biogospodarki w Polsce uznano następujące źródła finansowania [*Stan i kierunki...*, 2007: 40]:

- Aniołowie Biznesu (*Business Angels*) oraz sieci inwestorów kapitałowych,
- fundusze wysokiego ryzyka, w tym fundusze kapitału załóżkowego,
- finansowanie dłużne, w tym kredyty bankowe,
- programy rządowe oraz instytucji międzynarodowych ukierunkowane na rozwój firm o wysokim potencjale innowacyjnym,
- środki pomocowe z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej.

Powyższy katalog należy dodatkowo uzupełnić takimi elementami rynku finansowego, jak: ekologiczne fundusze inwestycyjne, zamożnych klientów indywidualnych banków (*private banking*).

4. RYNEK FUNDUSZY PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL I JEGO ZNACZENIE W PROCESIE FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW BIOGOSPODARKI W POLSCE

Działalność funduszy wysokiego ryzyka koncentruje się na wsparciu kapitałowym przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, usługą lub technologią wytwarzania. Są to jednocześnie firmy nie dysponujące odpowiednią ilością kapitału finansowego, wiedzy, doświadczenia czy kontaktów biznesowych. Podstawowymi cechami charakteryzującymi fundusze PE/VC są: akceptacja wysokiego ryzyka inwestycyjnego oraz aktywne uczestnictwo inwestora w procesie zarządzania spółką portfelową.

Termin *private equity* jest nierozdzielnie związany z pojęciem *venture capital*, oznaczającym inwestycje we wczesne etapy rozwoju przedsiębiorstw. Obejmują one kapitał zalążkowy (*seed capital*), środki na uruchomienie działalności firmy (*start-up capital*), a także finansowanie wczesnej fazy jej rozwoju (*later stage venture*) [Panfil 2005: 18]. Termin *private equity* jest pojęciem szerszym i zgodnie z definicją The British Venture Capital Association (BVCA) oznacza finansowanie spółek nienotowanych na giełdzie, znajdujących się w różnych stadiach rozwoju [www.bvca.co.uk]. Obejmuje zatem wszelkie etapy rozwoju firmy, w tym finansowanie fuzji i przejęć oraz konsolidacji branżowej.

Inwestycje mają zwykle charakter udziałowy, co oznacza, iż fundusz staje się współwłaścicielem przedsiębiorstwa nabywając tym samym prawo do uczestnictwa w procesie zarządzania przedsiębiorstwem i kontroli jego działalności. Dzięki temu przedsiębiorcy uzyskują nie tylko środki finansowe, ale również wsparcie w procesie zarządzania finansami, produkcji i sprzedaży, *controlingu*, zarządzania personelem, jakością, a także w innych obszarach działalności firmy. Szczególnie ważne jest wsparcie w zakresie tworzenia długofalowej strategii rozwoju oraz możliwość wykorzystania kontaktów biznesowych danego funduszu.

Nie są to zarazem transakcje bezterminowe. Średni horyzont czasowy inwestycji wynosi od 5 do 10 lat. Po tym okresie następuje sprzedaż udziałów. Do podstawowych form dezinvestycji zalicza się: sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu lub innej instytucji finansowej, wykup udziałów przez pozostałych udziałowców bądź kadrę menedżerską, publiczna emisja akcji, a także umorzenie udziałów. Decyzję o alokacji kapitału poprzedza bardzo szczegółowa analiza spółki, uwzględniająca historię jej działania, ocenę rynku i branży, opis produktu i technologii, jak też marketingową, prawną i finansową analizę projektu inwestycyjnego oraz możliwe scenariusze jego rozwoju.

Obecnie na polskim rynku kapitałowym funkcjonują 44 tego typu jednostki zrzeszone w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych [www.psik.org.pl]. Dzielą się one na dwie grupy: fundusze komercyjne, pozyskujące środki finansowe głównie od inwestorów zagranicznych, oraz niewielkie fundusze kapitałowe ukierunkowane na wsparcie rozwoju przedsiębiorczości i rozwoju regionalnego [Pełka 2007: 164–165].

Istotną rolę w rozwoju przedsiębiorstw sektora biogospodarki powinny odgrywać fundusze kapitału zalążkowego. Są to jednostki skoncentrowane na inwestycjach znajdujących się w fazie zasiewu [*Innowacje i transfer...*, 2005: 55]. Chodzi tu o finansowanie działań przygotowawczych zmierzających do uruchomienia działalności. W szczególności jest to prowadzenie badań rynkowych, opracowanie koncepcji produktu, opracowanie biznesplanu, jak również utworzenie zespołu kadry zarządzającej.

Korzyści wynikające z rozwoju rynku funduszy PE/VC należy rozpatrywać zarówno w skali mikroekonomicznej, jak też na poziomie całej gospodarki. Dla

przedsiębiorstw podstawową zaletą jest możliwość finansowania projektów obarczonych znaczącym ryzykiem, bardzo często spotykanym w sektorze biogospodarki. Atutem jest również dostępność wyspecjalizowanej kadry menedżerskiej wspierającej proces zarządzania przedsiębiorstwem, a także możliwość wykorzystania licznych kontaktów biznesowych i nawiązania współpracy z innymi spółkami portfelowymi funduszu. W skali makroekonomicznej ten pozytywny wpływ przejawia się we wzroście dynamiki rozwoju gospodarki oraz poprawie jej innowacyjności i elastyczności [Zasępa 2013: 21].

Podstawowym efektem działalności funduszy jest wielkość środków zainwestowanych w spółki portfelowe. Dane liczbowe zawarto w tab. 1.

Tabela 1

Investycje funduszy *private equity/venture capital* z uwzględnieniem etapu rozwoju spółek portfelowych w latach 2009–2012 (w tys. euro)

Wyszczególnienie	Lata			
	2009	2010	2011	2012
Zasiew	1 100	0	483	2 545
<i>Start-up</i>	518	1 791	5 181	2 714
Wczesny wzrost	484	6 272	19 785	3 060
Razem <i>venture capital</i>	2 102	8 063	25 449	8 319
Ekspansja	60 282	134 061	183 278	157 467
Restrukturyzacja	6 100	4 573	1 923	3 100
Refinansowanie	2 597	16 145	0	31 301
Wykupy	411 102	341 590	481 508	343 816
Razem	482 183	504 432	692 157	544 004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Private Equity & Venture Capital Association; www.evca.eu.

W badanym okresie fundusze zainwestowały w polskie przedsiębiorstwa łączną kwotę 2,22 mld euro. Obiektem działalności inwestycyjnej funduszy było 218 firm. Dominujący udział stanowiły inwestycje w przedsiębiorstwa dojrzałe, zweryfikowane i zaakceptowane przez rynek. Pozyskały one łącznie 1,63 mld euro, co stanowiło 73,4% ogólnej kwoty kapitału. Istotny był również udział firm w fazie ekspansji – 24,07%. Na uwagę zwraca niewielki poziom inwestycji w przedsiębiorstwa nowopowstające oraz będące we wczesnej fazie rozwoju. Łączna kwota inwestycji typu *venture capital* wyniosła 43,93 mln euro stanowiąc jedynie 2% udział w ogólnej strukturze zainwestowanych środków. Szczególnie charakterystyczny był brak zainteresowania funduszy inwestycjami w fazę zasiewu. W 2010 r. nie odnotowano żadnych inwestycji tego rodzaju.

Powyższe dane wskazują zatem na stosunkowo niską skłonność funduszy do lokowania kapitału w najbardziej ryzykowne przedsięwzięcia inwestycyjne. Preferowały one przede wszystkim firmy dojrzałe o ugruntowanej pozycji rynkowej. Taki stan rzeczy wynikał również z niewielkiej liczby ciekawych, innowacyjnych projektów, umożliwiających realizację ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Kolejnym zagadnieniem poddanym analizie było zróżnicowanie branżowe dokonanych inwestycji kapitałowych. Dane liczbowe przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2

Investycje funduszy *private equity/venture capital* z podziałem branżowym spółek portfelowych w latach 2009–2012 (w tys. euro)

Branże spółek portfelowych	Lata			
	2009	2010	2011	2012
Rolnictwo	82	320	0	0
Produkcja dla biznesu	33 319	43 049	12 193	43 843
Usługi dla biznesu	22 485	63 659	18 770	3 564
Chemia i gospodarka materiałowa	627	0	0	7 708
Telekomunikacja i media	147 496	77 263	253 217	9 764
IT	6 269	12 597	15 072	29 524
Budownictwo	0	1 034	9 953	1 202
Produkcja i dystrybucja dóbr konsumpcyjnych	77 933	153 211	168 548	130 861
Usługi konsumpcyjne	2 241	13 349	4 508	39 192
Energetyka i surowce	1 100	0	11 501	32 056
Usługi finansowe	0	71 749	69 288	96 683
Medycyna, farmacja, biotechnologia	146 332	39 014	84 847	143 970
Nieruchomości	44 300	1 073	0	0
Transport	0	28 114	44 261	5 636
Pozostałe branże	0	0	0	0

Źródło: jak do tab. 1.

Dane zawarte w tab. 2 wyraźnie wskazują, że branżami cieszącymi się największym zainteresowaniem funduszy były: produkcja i dystrybucja dóbr konsumpcyjnych, chemia i gospodarka materiałowa, a także medycyna, farmacja i biotechnologia. Pozyskały one łącznie 1,43 mld euro, absorbując tym samym niemal dwie trzecie (64,44%) całkowitej kwoty zainwestowanego kapitału. Natomiast marginalnym udziałem charakteryzowały się takie branże, jak: chemia i gospodarka materiałowa (0,38%), budownictwo (0,55%), branża energetyczna i surowcowa (0,20%) oraz rolnictwo (0,02%).

W kontekście znaczenia funduszy PE/VC dla rozwoju biogospodarki w Polsce, warto podkreślić wysokie zainteresowanie funduszy inwestycjami w branże: medyczną, farmaceutyczną i biotechnologiczną. Niepokojącym natomiast był niski wolumen inwestycji we wskazane wcześniej branże: rolniczą, energetyczną i surowcową, jak również chemię i gospodarkę materiałową. W ujęciu ogólnym przedsiębiorstwa z branż typowych dla sektora biogospodarki pozyskały łączną kwotę środków 467,58 mln euro.

W badanym okresie fundusze dokonały 70 dezinwestycji na łączną kwotę 342 mln euro. Dominującymi formami były tu: sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu (47,14%), publiczna oferta sprzedaży (15,23%) oraz umorzenie akcji (12,71%).

Wyniki analizy wydają się potwierdzać wzrost zainteresowania funduszy PE/VC inwestycjami w polskie przedsiębiorstwa. Niemniej zakres prowadzonej przez nie działalności inwestycyjnej jest dalece niewystarczający w stosunku do potrzeb kapitałowych zgłaszanych przez środowisko przedsiębiorców. Dotyczy to również firm należących do branż, które reprezentują sektor biogospodarki.

Ten niekorzystny stan rzeczy wynika z wielu barier hamujących rozwój rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce. Chodzi tu w szczególności o niski poziom wiedzy przedsiębiorców na temat istoty i zasad działalności funduszy oraz niewielką podaż atrakcyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych rokujących sukces rynkowy. Rozwój ten hamowany jest również przez kryzys finansowy, przejawiający się trudnościami w dostępie do kapitału i pogorszeniem warunków funkcjonowania spółek portfelowych.

5. PODSUMOWANIE

Pomimo ogromnej podaży różnorodnych instrumentów finansowania działalności przedsiębiorstw, wiele z nich jest trudnodostępna. Problematyka ta w szczególności dotyczy przedsiębiorstw innowacyjnych, znajdujących się na wczesnym etapie swojego rozwoju. Do tej grupy należy zaliczyć firmy z sektora biogospodarki, która jest w Polsce zjawiskiem stosunkowo nowym, zarówno w aspekcie gospodarczym, jak i naukowym.

Recepty na zaistniały stan rzeczy upatruje się w tworzeniu i rozwijaniu szczególnych instrumentów, uwzględniających specyfikę procesu finansowania działalności firm biogospodarki, jak również ryzyko z tym związane. Do tego rodzaju źródeł kapitałowych należy zaliczyć fundusze wysokiego ryzyka, które poza środkami finansowymi, udostępniają przedsiębiorstwom kapitał w postaci wiedzy, doświadczenia czy kontaktów biznesowych.

Wyniki przeprowadzonej analizy wskazują na rosnące zainteresowanie tego rodzaju funduszy inwestycjami w polskie przedsiębiorstwa, w tym firmy z sektora biogospodarki. Niemniej zakres ich działalności jest cały czas stosunkowo

niewielki. Świadczy o tym ograniczona liczba przedsiębiorstw będących podmiotem inwestycji, jak również niewielka kwota zainwestowanych środków.

Fundamentem rozwoju biogospodarki w Polsce jest znaczący wzrost podaży źródeł kapitałowych odpowiadających specyfice tego sektora. Nie chodzi tu tylko o społeczny i ekologiczny charakter działalności biopresiębiorstw, ale również wysoki poziom ryzyka będący wyrazem realizowanych przedsięwzięć innowacyjnych. Wyspecjalizowana oferta instytucji finansowych w połączeniu ze wsparciem ze środków publicznych, powinna stanowić odrębny segment rynku kapitałowego będący miejscem zaspokojenia potrzeb finansowych przedsiębiorstw biogospodarki. Istotną rolę w tym procesie powinny również odgrywać fundusze wysokiego ryzyka.

BIBLIOGRAFIA

- Bioeconomy to 2030: Designing a policy agenda. Main findings and policy conclusions*, 2009, OECD.
- Brzozowska K., 2009, *Kapitał wysokiego ryzyka w niwelowaniu luk kapitałowych przedsięwzięć inwestycyjnych*, [w:] B. Bernaś (red.), *Zarządzanie finansami firm: teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 48, Wrocław.
- Chyłek E. K., Rzepecka M., 2011, *Biogospodarka – konkurencyjność i zrównoważone wykorzystanie zasobów*, „Polish Journal of Agronomy”, no. 7.
- Dziawgo L., 2010, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa.
- Innowacje i transfer technologii. Słownik Pojęć*, 2005, PARP, Warszawa.
- Innowacje na rzecz zrównoważonego wzrostu: Biogospodarka dla Europy*, 2012, Komunikat UE, Sygn. COM (2012) 60.
- Lehtonen O., Okkonen L., 2013, *Regional socio-economic impacts of decentralised bioeconomy: A case of Suutela wooden village, Finland*, „Environment development sustainability” vol. 15.
- Mechanizmy inżynierii finansowej w podnoszeniu efektywności absorpcji środków UE i ich znaczenie w polityce spójności po 2013 roku*, 2010, IBnGR, Gdańsk.
- Pacioriewicz Z., Laszuk M., 2011, *Aniłowicie biznesu – remedium na bariery rozwoju przedsiębiorczości*, [w:] M. Matejun (red.), *Wspomaganie i finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.
- Panfil M., 2005, *Fundusze private equity: Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa.
- Pełka W., 2007, *Finansowe uwarunkowania rozwoju innowacji w Polsce*, [w:] E. Okoń-Horodyńska, A. Zachorowska-Mazurkiewicz (red.), *Innowacje w rozwoju gospodarki i przedsiębiorstw: Siły motoryczne i bariery*, Instytut Wiedzy i Innowacji, Warszawa.
- Stan i kierunki rozwoju biogospodarki*, 2007, Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego, Warszawa.
- www.bvca.co.uk [data dostępu: 27.07.2013].
- www.psik.org.pl [data dostępu: 27.07.2013].
- www.evca.eu [data dostępu: 28.07.2013].
- Zasępa P., 2013, *Zarządzanie ryzykiem portfela przez fundusze venture capital oraz private equity*, CeDeWu, Warszawa.

Marek Szturo
Konrad Szydłowski

RYNEK KAPITAŁU WYSOKIEGO RYZYKA JAKO MIEJSCE ZASPOKOJENIA POTRZEB FINANSOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW Z SEKTORA BIOGOSPODARKI

Celem artykułu jest charakterystyka i diagnoza rynku kapitału wysokiego ryzyka oraz określenie jego znaczenia w procesie finansowania rozwoju biopresiębiorstw. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: rosnące znaczenie sektora biogospodarki w Polsce w połączeniu z wysokim ryzykiem inwestycyjnym, wskazują na wysoki potencjał rozwoju rynku kapitału wysokiego ryzyka w obszarze finansowania działalności biopresiębiorstw.

W części teoretycznej artykułu przedstawiono pojęcie, istotę oraz podstawowe uwarunkowania rozwoju biogospodarki. Określono główne bariery utrudniające dostępność biopresiębiorstw do źródeł kapitałowych. Ponadto dokonano charakterystyki działalności funduszy *private equity/venture capital*. W części empirycznej poddano analizie wyniki inwestycyjnej działalności funduszy. Określono wielkość i strukturę inwestycji ze szczególnym uwzględnieniem kryterium branżowego oraz fazy rozwoju przedsiębiorstw. Analizę przeprowadzono w oparciu o dane liczbowe Europejskiego Stowarzyszenia Funduszy Wysokiego Ryzyka (European Venture Capital Association).

Wyniki analizy wskazały na rosnące znaczenie funduszy PE/VC w procesie finansowania rozwoju biopresiębiorstw. Niemniej zakres ich działalności jest cały czas stosunkowo niewielki. Świadczy o tym niewielka kwota środków zainwestowanych w sektorze biogospodarki. W przyszłości rynek kapitału wysokiego ryzyka powinien jednak stanowić istotne źródło finansowania rozwoju biogospodarki w Polsce.

VENTURE CAPITAL MARKET AS A PLACE OF MEETING THE FINANCIAL NEEDS OF ENTERPRISES IN THE BIOECONOMY SECTOR

The paper aims to characterization and diagnosis of the venture capital market and to determine its importance in the process of financing of bioenterprises. The following research hypothesis was formulated: the growing importance of the bioeconomy sector in Poland in conjunction with the high investment risk, indicate a high potential for the development of the venture capital market in the area of financing bioenterprises.

The theoretical part of the the paper presents the concept and importance of the bioeconomy, basic conditions for the development of this sector, and identifies main barriers to accessibility bioenterprises to sources of capital. The characteristic of PE/VC funds was presented as well. Results of investment activity of funds was presented in the empirical part of the paper. A size and a structure of investment were analysed with particular reference to the trade and the development phase of the enterprises. The analysis was based on the data published by the European Venture Capital Association.

Results of the analysis indicated the growing importance of PE/VC funds in the financing of the development of bioenterprises. However the scope of their activity is still relatively little, what is confirmed by the small amount of funds invested in the bioeconomy sector. In the future the venture capital market should be important source of financing of the bioeconomy sector in Poland.